

齐心集团(002301)

报告日期: 2023年04月24日

B2B 盈利能力增强、现金流改善显著, 23 年经营向好

——齐心集团点评报告

投资要点

- ❑ **齐心集团发布 2022 年报及 2023 年一季报**
2022A 营收 86.29 亿元 (+4.77%), 归母净利润 1.27 亿元 (+122.53%); 其中单 22Q4 营收 18.89 亿 (+35.60%, 21Q4 基数较低), 归母净利润-0.16 亿 (21Q4 为-6.91 亿元)。23Q1 营收 19.11 亿元 (-11.04%), 归母净利润 0.45 亿 (-18.90%), 伴随公司客户结构调整、高研发投入等因素消化充分, 23 年经营有望稳步向上。
- ❑ **B2B 业务稳健增长, 客户结构调整基本完毕**
B2B 业务 22 年收入 84.83 亿 (+5.18%)、净利润 2.24 亿 (+24.44%)、利润率 2.64% (+0.41pct), 其中办公直销 (大 B 客户) 78.94 亿 (+9.26%), 办公批发 (小 B 客户) 5.89 亿元 (-30%), 前期客户结构优化基本完成, 未来将聚焦央企、央管金融机构、政府、军队四大类优质大客户。22 年毛利率 9.58%、基本触底, 23 年伴随着商品集中度提升, 建立客户产品清单制, 毛利率有望迎来显著改善, 叠加运营效率提升, 预期盈利能力继续增强。22 年 B2B 业务客户数量增长至 8 万家 (21 年 7 万+家, 20 年 6 万+家), 并顺利中标中国电信员工福利、南方电网 MRO 包等采购项目 (资料来源为齐心集团公众号中标公告), 23 年预期 B2B 业务有望实现快速增长。
- ❑ **SaaS 业务有望进入收效期**
SaaS 业务 22 年收入 1.46 亿 (-14.68%)、亏损 0.97 亿, 其中银澎云 (云视频会议) 1.14 亿, 主要系研发投入较高 (+11%)。经营承压主要系大量的技术研发投入与各业务场景项目落地未能形成较好匹配, 以及竞品会议系统竞争加剧影响传统会议系统收入。23 年好视通业务结构优化 (to SMB 的会议系统收入占比下降, 类似粤视会的大型政企客户占比增加), AI+教育/医疗项目落地, 预期 23H2 逐步释放研发红利, 23 年有望减亏。
- ❑ **财务指标**

 - (1) **毛利率&费用端**: 2022 年毛利率 10.07% (-1.14pct), 期间费用率 7.22% (-2.01 pct), 其中管理+研发费用率 2.94% (-0.51pct), 主要系管理人员薪酬、办公费用及股份支付费用较同期下降, 销售费用率 5.41% (-0.1 pct), 财务费用率-1.13% (-1.4pct), 系汇兑损益增加较多。
 - (2) **现金流&运营效率**: 22A 经营现金流 3.25 亿元, 同比+53.32%, 主要系公司 B2B 客户结构优化, 账期长的政府合作项目减少; 同时业务运营数字化能力提升, 加大应收账款和存货的管理。22 年底应收账款为 28.38 亿元 (同比-9.92 亿), 23Q1 为 23.68 亿元 (环比 22 年底-4.7 亿)。
- ❑ **盈利预测及估值**
我们预计公司 2023-2025 年实现营收 105.02、126.98、152.52 亿元, 分别增长 21.71%、20.91%、20.12%, 归母净利润 2.67、3.36、4.25 亿, 23-25 年分别增长 110.46%、25.98%、26.5%, 对应 23-25 年 PE 为 19.88/15.78/12.48X, 维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**
行业竞争加剧, 新业务开拓不达预期

投资评级: 买入(维持)

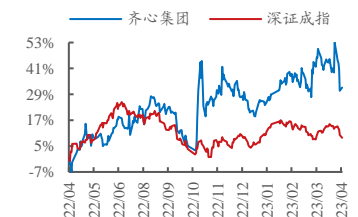
分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 7.35
总市值(百万元)	5,301.61
总股本(百万股)	721.31

股票走势图



相关报告

- 1 《【浙商轻工】齐心集团: 客户结构优化+疫情扰动 Q2 营收, 盈利能力同比修复 220806》2022.08.06
- 2 《【浙商轻工】齐心集团: 21H1 原料+汇兑致使承压, 期待业绩拐点》2021.08.26
- 3 《【浙商轻工】齐心集团: B2B 高增, 汇兑、减值拖累利润表现 0422(1)》2021.04.22

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,629	10,502	12,698	15,252
(+/-) (%)	4.77%	21.71%	20.91%	20.12%
归母净利润	127	267	336	425
(+/-) (%)	122.53%	110.46%	25.98%	26.50%
每股收益(元)	0.18	0.37	0.47	0.59
P/E	41.85	19.88	15.78	12.48

资料来源: 浙商证券研究所

表1: 齐心集团季度数据一览

单位: 百万元	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	1,913.90	2,059.94	2,425.96	2,357.51	1,392.93	2,147.85	2,113.21	2,479.20	1,888.88	1,910.73
YOY	17.29%	35.32%	8.57%	0.81%	-27.22%	4.27%	-12.89%	5.16%	35.60%	-11.04%
归母净利润	(38.79)	54.31	17.53	56.82	(690.93)	54.92	30.35	57.48	(16.06)	44.55
YOY	-182.82%	-5.83%	-86.83%	2.88%	1681.05%	1.13%	73.09%	1.16%	-	-18.90%
扣非归母净利润	(41.97)	49.89	12.94	56.47	(684.19)	56.92	14.67	56.25	(36.57)	42.90
YOY	-175.63%	-3.58%	-89.84%	9.41%	1530.10%	14.11%	13.37%	-0.39%	-	-24.64%
毛利率	23.48%	9.51%	9.62%	10.01%	18.52%	10.23%	10.47%	8.99%	10.86%	10.16%
期间费用率	18.25%	6.39%	8.58%	7.01%	18.34%	7.20%	6.31%	4.70%	11.59%	7.63%
其中: 销售费用	144.36	93.74	108.60	91.79	159.82	98.58	100.77	101.42	166.29	101.89
销售费用率	7.54%	4.55%	4.48%	3.89%	11.47%	4.59%	4.77%	4.09%	8.80%	5.33%
其中: 管理费用	84.93	38.99	45.39	53.76	65.84	37.82	46.11	47.41	47.87	36.46
研发费用	10.59	17.28	22.59	26.64	13.35	23.85	22.31	21.96	6.35	20.54
管理+研发费用率	4.99%	2.73%	2.80%	3.41%	5.69%	2.87%	3.24%	2.80%	2.87%	2.98%
其中: 财务费用	109.42	-18.45	31.50	-7.02	16.44	-5.69	-35.93	-54.38	-1.57	-13.04
财务费用率	5.72%	-0.90%	1.30%	-0.30%	1.18%	-0.27%	-1.70%	-2.19%	-0.08%	-0.68%
归母净利率	-2.03%	2.64%	0.72%	2.41%	-49.60%	2.56%	1.44%	2.32%	-0.85%	2.33%
存货	271.02	275.92	341.41	309.79	306.36	287.98	295.68	277.13	261.75	255.39
较上年同期增减	22.97	-50.16	13.62	-5.13	35.34	12.06	-45.73	-32.66	-44.62	-32.59
应收票据	19.00	16.43	17.91	32.90	42.13	77.83	36.16	44.89	51.46	54.82
较上年同期增减	19.00	16.40	17.91	32.87	23.13	61.40	18.25	11.99	9.33	-23.01
应收账款	3,411.56	3,130.70	3,418.87	3,583.89	3,939.89	3,830.27	3,389.55	3,502.33	2,837.52	2,367.99
较上年同期增减	1489.27	1354.79	1470.97	1559.93	528.33	699.57	-29.32	-81.56	-1102.37	-1462.28
应付账款及应付票据	3967.19	2682.99	4288.94	4378.67	4654.32	4059.18	4280.75	4197.27	3979.56	3511.60
较上年同期增减	1641.59	1483.84	2056.59	1862.13	687.13	1376.19	-8.19	-181.40	-674.76	-547.58
预收账款	55.93	110.71	181.63	102.04	89.31	99.20	70.74	233.89	70.77	68.77
较上年同期增减	-44.21	110.71	-106.94	-183.95	33.37	-11.51	-110.89	131.84	-18.53	-30.42
经营性现金流净额	374.74	64.41	75.77	36.10	36.00	-5.00	78.69	14.67	237.11	8.08
较上年同期增减	-13.11	469.08	-377.65	-127.41	-338.74	-69.41	2.92	-21.42	201.10	13.08
筹资性现金流净额	550.57	-512.59	-114.42	-30.88	285.70	-992.35	-363.06	97.97	1176.01	-644.78
较上年同期增减	1424.95	-15.31	-289.22	482.65	-264.87	-479.76	-248.64	128.85	890.31	347.57
资本开支	19.19	17.93	150.84	-114.62	13.41	11.25	8.35	11.14	20.94	8.33
较上年同期增减	-58.42	-2.05	69.63	-144.80	-5.78	-6.68	-142.49	125.75	7.53	-2.92
ROE	-1.12%	1.54%	0.49%	1.59%	-21.43%	1.88%	1.02%	1.87%	-0.52%	1.44%
YOY (±)	-2.50%	0.01%	-3.40%	0.00%	-20.30%	0.34%	0.52%	0.28%	20.91%	-0.44%
资产负债率	61.87%	56.57%	62.54%	60.79%	67.46%	64.99%	63.03%	63.32%	60.42%	58.33%
YOY (±)	4.50%	5.45%	9.44%	4.82%	5.59%	8.41%	0.49%	2.53%	-7.04%	-6.66%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 齐心集团收入拆分一览

单位: 百万元		2018	2019	2020	2021	2022H1	2022H2	2022A
总收入		4241.24	5981.27	8009.33	8236.34	4261.06	2479.20	8629.10
yoy		33.30%	41.03%	33.91%	2.83%	-5.01%	5.16%	4.77%
归母净利润		191.77	230.24	200.84	-564.90 (还原减值后0.87亿元)	85.27	57.48	126.70
yoy		36.91%	20.06%	-12.77%	-380% (还原后-56.5%)	18.69%	1.16%	122.53%
净利率		4.52%	3.85%	2.51%	还原后0.01%	2.00%	2.32%	1.47%
按业务拆分								
B2B业务	B2B业务收入	3889.16	5681.46	7773.00	8065.23	4138.78	4343.89	8482.67
	YOY	37.01%	46.08%	36.81%	3.76%	-5.18%	17.39%	5.18%
	占比	91.70%	94.99%	97.05%	97.92%	97.13%	175.21%	98.30%
	毛利率	13.92%	12.86%	10.00%	10.42%	9.19%	9.95%	9.58%
	净利润	93.98	168.00	318.00	180.00	118.78	105.22	224.00
	YOY	213.86%	78.76%	89.29%	-43.40%	50.35%	4.18%	24.44%
	净利率	2.42%	2.96%	4.09%	2.23%	2.87%	2.42%	2.64%
	其中: 办公直销(大B客户)	2768.15	4550.00	6952.00	7225.23			7894.17
	YOY	73.01%	64.37%	52.79%	3.93%			9.26%
	占比B2B	71.18%	80.09%	89.44%	89.58%			93.06%
	毛利率	11.45%	11.11%	11.00%	-			-
	净利润	71.56	149.00	298.00	210.00			250.00
	YOY	1283.38%	108.22%	100.00%	-29.53%			19.05%
	净利率	2.59%	3.27%	4.29%	2.91%			3.17%
	其中: 办公批发(小B客户)	1121.01	1125.00	821.00	840.00			588.50
YOY	-9.49%	0.36%	-27.02%	2.31%			-29.94%	
占比B2B	28.82%	19.91%	10.56%	10.42%			6.94%	
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	-			-	
净利润	22.42	19.00	20.00	(30.00)			(26.00)	
净利率	2.00%	1.69%	2.44%	-3.57%			-4.42%	
SaaS业务	SaaS业务收入	352.08	299.81	236.00	171.12	122.28	23.72	146.00
	YOY	2.61%	-14.85%	-21.28%	-27.49%	0.97%	-52.57%	-14.68%
	占比	8.30%	5.01%	2.95%	2.08%	2.87%	0.96%	1.69%
	毛利率	65.61%	68.60%	61.23%	48.41%	49.58%	-	38.54%
	净利润	97.79	63.24	16.00	(92.00)	(33.51)	(63.49)	(97.00)
	YOY	-11.20%	-35.33%	-74.70%	-	-	-	-
	其中: 钉钉云(云视频会议)	293.43	253.09	202.00	135.67	103.75	9.94	113.69
	YOY	8.72%	-13.75%	-20.19%	-32.84%	-	-	-16.20%
	净利润	65.54	38.65	7.00	(96.00)	(18.58)	(62.02)	(80.60)
	YOY	6.21%	-41.03%	-81.89%	-	-	-	-
	净利率	22.34%	15.27%	3.47%	-70.76%	-17.91%	-	-
	其中: 杭州麦苗(互联网营销)	68.16	52.93	34.00	35.45	18.53	13.78	32.31
	YOY	-15.44%	-22.34%	-35.76%	4.26%	-	-	-
	净利润	32.25	24.58	9.00	4.00	(14.93)	(1.47)	(16.40)
	净利率	47.31%	46.44%	26.47%	11.28%	-	-	-

资料来源: 公司公告、业绩说明会, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,512	8,960	9,883	12,073
现金	2,782	2,518	3,640	3,537
交易性金融资产	15	15	15	15
应收账款	2,889	5,406	5,152	7,174
其它应收款	72	100	141	127
预付账款	265	277	331	418
存货	262	446	405	604
其他	227	199	199	199
非流动资产	1,262	1,299	1,330	1,341
金额资产类	111	111	111	111
长期投资	42	44	45	46
固定资产	451	435	413	392
无形资产	193	208	229	242
在建工程	2	22	32	42
其他	463	479	501	509
资产总计	7,773	10,259	11,213	13,414
流动负债	4,646	6,869	7,487	9,266
短期借款	379	389	409	439
应付款项	3,980	5,984	6,557	8,241
预收账款	0	0	0	0
其他	287	496	522	587
非流动负债	51	51	51	51
长期借款	0	0	0	0
其他	51	51	51	51
负债合计	4,697	6,920	7,539	9,317
少数股东权益	11	7	6	4
归属母公司股东权益	3,065	3,332	3,668	4,093
负债和股东权益	7,773	10,259	11,213	13,414

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	325	(112)	1,276	38
净利润	121	262	335	423
折旧摊销	108	83	86	85
财务费用	(98)	19	20	21
投资损失	48	20	33	51
营运资金变动	112	(499)	798	(545)
其它	36	3	4	3
投资活动现金流	(54)	(142)	(154)	(150)
资本支出	(52)	(108)	(105)	(85)
长期投资	(1)	(14)	(16)	(14)
其他	(1)	(20)	(33)	(51)
筹资活动现金流	(81)	(9)	0	9
短期借款	(449)	10	20	30
长期借款	0	0	0	0
其他	368	(19)	(20)	(21)
现金净增加额	245	(264)	1,122	(103)

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8629	10502	12698	15252
营业成本	7760	9305	11189	13436
营业税金及附加	51	55	68	84
营业费用	467	566	690	826
管理费用	179	218	281	336
研发费用	74	86	112	131
财务费用	(98)	(9)	(5)	(15)
资产减值损失	(7)	0	0	0
公允价值变动损益	(22)	0	0	0
投资净收益	(48)	(20)	(33)	(51)
其他经营收益	62	41	56	79
营业利润	131	298	381	481
营业外收支	(7)	0	0	0
利润总额	125	298	381	481
所得税	4	36	46	58
净利润	121	262	335	423
少数股东损益	(6)	(4)	(1)	(2)
归属母公司净利润	127	267	336	425
EBITDA	216	395	498	604
EPS (最新摊薄)	0.18	0.37	0.47	0.59

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	4.77%	21.71%	20.91%	20.12%
营业利润	122.73%	126.97%	27.62%	26.28%
归属母公司净利润	122.53%	110.46%	25.98%	26.50%
获利能力				
毛利率	10.07%	11.40%	11.88%	11.91%
净利率	1.47%	2.54%	2.65%	2.79%
ROE	4.13%	8.00%	9.16%	10.38%
ROIC	3.00%	7.27%	8.79%	9.97%
偿债能力				
资产负债率	60.42%	67.45%	67.23%	69.46%
净负债比率	152.65%	207.24%	205.19%	227.42%
流动比率	1.40	1.30	1.32	1.30
速动比率	1.25	1.17	1.20	1.17
营运能力				
总资产周转率	1.04	1.16	1.18	1.24
应收账款周转率	2.55	2.56	2.44	2.51
应付账款周转率	2.51	2.49	2.38	2.46
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.37	0.47	0.59
每股经营现金	0.45	-0.16	1.77	0.05
每股净资产	4.25	4.62	5.09	5.67
估值比率				
P/E	41.85	19.88	15.78	12.48
P/B	1.73	1.59	1.45	1.30
EV/EBITDA	11.48	8.15	4.25	3.72

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>